



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 02 日

### 基础数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 10 月 31 日收盘价（港元） | 46.70 |
| 总市值（亿港元）         | 738   |
| 总股本（亿股）          | 15.80 |

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证海外社服】新东方-S(09901.HK)FY2025Q4 业绩点评：业绩增速放缓，股东回报有保障-2025.08.03

分析师：宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

新东方-S(09901.HK)

## 宣派现金股息及回购计划，加大股东回报

### 投资要点：

- **FY2026Q1 业绩符合预期**：新东方 FY2026Q1( 20250601-20250831 )的净营收为 15.23 亿美元，同比增长 6.1%；Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 3.36 和 2.58 亿美元，分别同比增长 11.3%和减少 1.6%；Non-GAAP 经营利润率和净利率分别为 22.0%和 17.0%，分别同比提升 1.0 和降低 1.3 个百分点，公司的季度业绩符合预期。
- **营收增速超季度指引，下季度加速**：公司整体营收增速 6.1%，超上季度增长指引上限，分业务板块看：出国考试准备和出国咨询业务营收分别同比增长 1.0%和 2.0%；成人及大学生业务营收同比增长 14.4%；教育新业务营收同比增长 15.3%。主要经营指标保持健康，非学科类辅导业务报名人数为 53.0 万人次；智能学习系统及设备继续在 60 个城市开展业务，活跃付费用户为 45.2 万人。公司预计下个季度营收增速区间为 9-12%，营收将加速增长。
- **现金充足，加大股东回报力度**：FY2026Q1 公司净经营现金流为 1.923 亿美元，资本开支为 55.4 百万美元。截至季末，公司持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资约 50.31 亿美元，保持充足的现金储备。此前公司新制定了三年股东回报计划，拟将不低于前一财年股东应占利润的 50%以股息分配或回购的形式回馈股东。本季度公司宣派了 1.9 亿美元的现金股息以及不超过 3 亿美元的股份回购计划，预期合计回报率超过 5%，股东回报力度提升。
- **FY2026Q2 及全年展望**：公司预计 FY2026Q2 的净营收约为 11.321-11.633 亿美元，同比增长 9-12%；维持 FY2026 年全年指引，净营收为 51.453-53.903 亿美元，同比增长 5-10%。截至 20250831，公司递延收入达到 19.067 亿美元，同比增长 10.0%，业绩增长有保障。
- **维持“增持”评级**：公司整体业绩增速有所放缓，但教育新业务仍然保持稳健扩张，在降本增效的经营策略下，盈利能力逐步提升。公司有充足的现金，此次宣派了 1.9 亿美元的现金股息以及新的 3 亿美元的股份回购计划，开始进入提升股东回报的阶段。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 53.90/59.83 亿美元，分别同比 +10.0%/+11.0%，Non-GAAP 归母净利润分别为 5.86/6.77 亿美元，分别同比增长 13.4%/15.5%，我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示**：民办教育政策变动，新业务开展不及预期

### 主要财务指标

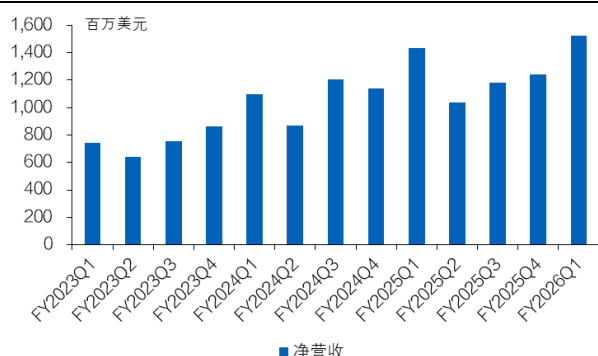
| 会计年度                 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万美元)           | 4,900 | 5,390 | 5,983 | 6,701 |
| 同比增长(%)              | 13.6  | 10.0  | 11.0  | 12.0  |
| Non-GAAP 归母净利润(百万美元) | 517   | 586   | 677   | 797   |
| 同比增长(%)              | 11.4  | 13.4  | 15.5  | 17.7  |
| 毛利率(%)               | 55.4  | 55.5  | 55.6  | 55.7  |
| Non-GAAP 归母净利率(%)    | 10.6  | 10.9  | 11.3  | 11.9  |
| 净资产收益率(%)            | 10.0  | 12.4  | 13.0  | 13.7  |
| 每股 ADS 收益(美元)        | 3.19  | 3.62  | 4.18  | 4.92  |

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

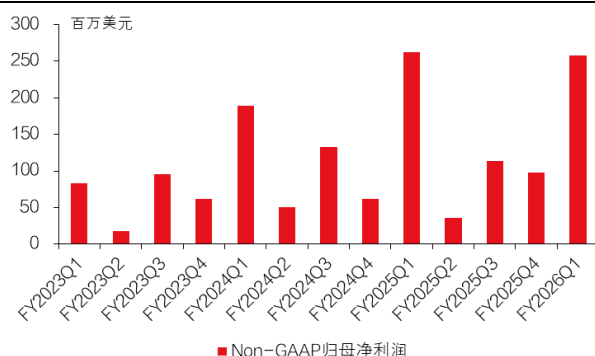
- **FY2026Q1 业绩符合预期：**新东方 FY2026Q1 ( 20250601-20250831 ) 的净营收为 15.23 亿美元，同比增长 6.1%；Non-GAAP 经营利润和归母净利润分别为 3.36 和 2.58 亿美元，分别同比增长 11.3%和减少 1.6%；Non-GAAP 经营利润率和净利率分别为 22.0%和 17.0%，分别同比提升 1.0 和降低 1.3 个百分点，公司的季度业绩符合预期。

图1、公司的季度净营收



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

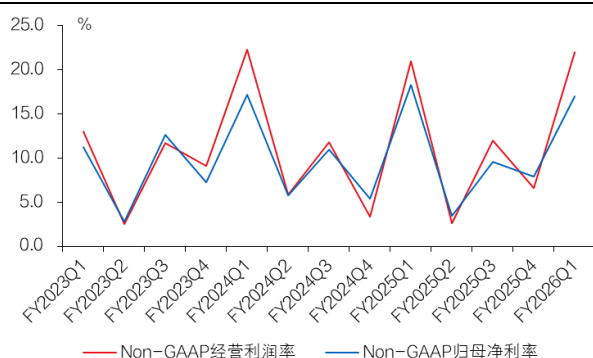
图2、Non-GAAP 归母净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

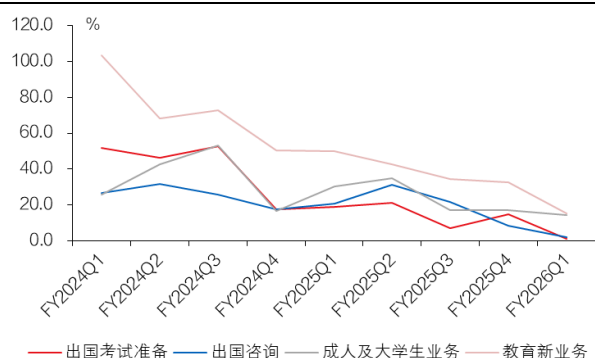
- **营收增速超季度指引，下季度加速：**公司整体营收增速 6.1%，超上季度增长指引上限，分业务板块看：出国考试准备和出国咨询业务营收分别同比增长 1.0%和 2.0%；成人及大学生业务营收同比增长 14.4%；教育新业务营收同比增长 15.3%。主要经营指标保持健康，非学科类辅导业务报名人数为 53.0 万人次；智能学习系统及设备继续在 60 个城市开展业务，活跃付费用户为 45.2 万人。公司预计下个季度营收增速区间为 9-12%，营收将加速增长。

图3、Non-GAAP 经营利润率及归母净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

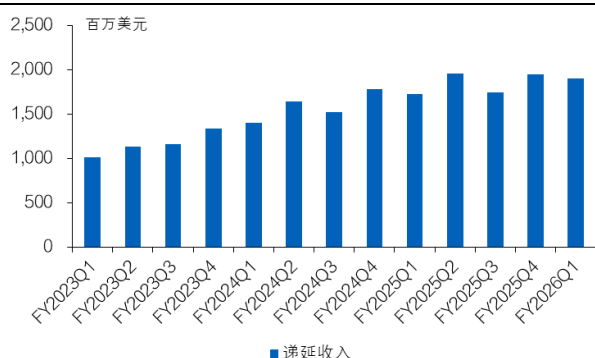
图4、各项业务营收增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

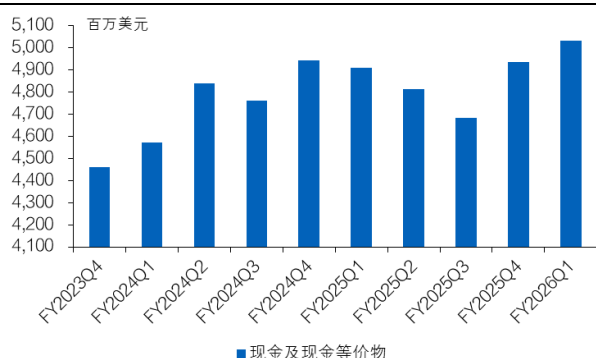
- **现金充足，加大股东回报力度：**FY2026Q1 公司净经营现金流为 1.923 亿美元，资本开支为 55.4 百万美元。截至季末，公司持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资约 50.31 亿美元，保持充足的现金储备。此前公司新制定了三年股东回报计划，拟将不低于前一财年股东应占利润的 50% 以股息分配或回购的形式回馈股东。本季度公司宣派了 1.9 亿美元的现金股息以及不超过 3 亿美元的股份回购计划，预期合计回报率超过 5%，股东回报力度提升。

图5、递延收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、现金及现金等价物



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **FY2026Q2 及全年展望：**公司预计 FY2026Q2 的净营收约为 11.321-11.633 亿美元，同比增长 9-12%；维持 FY2026 年全年指引，净营收为 51.453-53.903 亿美元，同比增长 5-10%。截至 20250831，公司递延收入达到 19.067 亿美元，同比增长 10.0%，业绩增长有保障。
- **维持“增持”评级：**公司整体业绩增速有所放缓，但教育新业务仍然保持稳健扩张，在降本增效的经营策略下，盈利能力逐步提升。公司有充足的现金，此次宣派了 1.9 亿美元的现金股息以及新的 3 亿美元的股份回购计划，开始进入提升股东回报的阶段。我们预计公司 FY2026/2027 的营业收入分别为 53.90/59.83 亿美元，分别同比+10.0%/+11.0%，Non-GAAP 归母净利润分别为 5.86/6.77 亿美元，分别同比增长 13.4%/15.5%，我们维持公司“增持”的评级。
- **风险提示：**民办教育政策变动，新业务开展不及预期

**附表**

| 资产负债表             |              |              |              |               | 单位:百万美元 |  |  |  |  |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------|--|--|--|--|
| 会计年度              | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E         |         |  |  |  |  |
| <b>流动资产</b>       | <b>5,188</b> | <b>5,726</b> | <b>6,632</b> | <b>7,776</b>  |         |  |  |  |  |
| 现金及现金等价物          | 1,612        | 2,139        | 3,028        | 4,143         |         |  |  |  |  |
| 定期存款及短期投资         | 2,966        | 2,966        | 2,966        | 2,966         |         |  |  |  |  |
| 应收账款净额            | 34           | 35           | 44           | 52            |         |  |  |  |  |
| 其他流动资产            | 576          | 587          | 595          | 615           |         |  |  |  |  |
| <b>非流动资产</b>      | <b>2,618</b> | <b>2,524</b> | <b>2,450</b> | <b>2,384</b>  |         |  |  |  |  |
| 物业及设备净额           | 767          | 674          | 599          | 533           |         |  |  |  |  |
| 长期投资              | 388          | 388          | 388          | 388           |         |  |  |  |  |
| 其他非流动资产           | 1,462        | 1,462        | 1,462        | 1,462         |         |  |  |  |  |
| <b>资产总计</b>       | <b>7,805</b> | <b>8,250</b> | <b>9,082</b> | <b>10,159</b> |         |  |  |  |  |
| <b>流动负债</b>       | <b>3,290</b> | <b>3,223</b> | <b>3,447</b> | <b>3,791</b>  |         |  |  |  |  |
| 应付账款              | 911          | 912          | 929          | 955           |         |  |  |  |  |
| 递延收入              | 1,954        | 1,887        | 2,094        | 2,412         |         |  |  |  |  |
| 应付所得税             | 168          | 168          | 168          | 168           |         |  |  |  |  |
| 其他流动负债            | 256          | 256          | 256          | 256           |         |  |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>      | <b>562</b>   | <b>562</b>   | <b>562</b>   | <b>562</b>    |         |  |  |  |  |
| 递延税项负债            | 14           | 14           | 14           | 14            |         |  |  |  |  |
| 其他非流动资产           | 548          | 548          | 548          | 548           |         |  |  |  |  |
| <b>负债合计</b>       | <b>3,852</b> | <b>3,785</b> | <b>4,009</b> | <b>4,353</b>  |         |  |  |  |  |
| 股东权益              | 3,662        | 4,148        | 4,725        | 5,422         |         |  |  |  |  |
| 少数股东权益            | 292          | 317          | 348          | 384           |         |  |  |  |  |
| <b>总权益</b>        | <b>3,954</b> | <b>4,465</b> | <b>5,073</b> | <b>5,806</b>  |         |  |  |  |  |
| <b>负债及权益合计</b>    | <b>7,805</b> | <b>8,250</b> | <b>9,082</b> | <b>10,159</b> |         |  |  |  |  |
| <b>现金流量表</b>      |              |              |              |               | 单位:百万美元 |  |  |  |  |
| 会计年度              | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E         |         |  |  |  |  |
| 净利润               | 376          | 512          | 607          | 733           |         |  |  |  |  |
| 折旧和摊销             | 72           | 102          | 153          | 135           |         |  |  |  |  |
| 营运资金的变动           | 739          | 665          | 742          | 859           |         |  |  |  |  |
| 存货变动              | 12           | -11          | -8           | -20           |         |  |  |  |  |
| 递延收入变动            | 174          | -68          | 208          | 318           |         |  |  |  |  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>897</b>   | <b>587</b>   | <b>949</b>   | <b>1,176</b>  |         |  |  |  |  |
| 资本性支出             | -361         | -60          | -60          | -60           |         |  |  |  |  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-93</b>   | <b>-60</b>   | <b>-60</b>   | <b>-60</b>    |         |  |  |  |  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-585</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      |         |  |  |  |  |
| 现金净变动             | 225          | 527          | 889          | 1,116         |         |  |  |  |  |
| 现金的期初余额           | 1,412        | 1,636        | 2,163        | 3,052         |         |  |  |  |  |
| <b>现金的期末余额</b>    | <b>1,636</b> | <b>2,163</b> | <b>3,052</b> | <b>4,168</b>  |         |  |  |  |  |

| 利润表                   |              |              |              |              | 单位:百万美元 |  |  |  |  |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|--|--|--|--|
| 会计年度                  | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |         |  |  |  |  |
| <b>营业收入</b>           | <b>4,900</b> | <b>5,390</b> | <b>5,983</b> | <b>6,701</b> |         |  |  |  |  |
| 营业成本                  | 2,183        | 2,396        | 2,654        | 2,966        |         |  |  |  |  |
| <b>毛利</b>             | <b>2,717</b> | <b>2,994</b> | <b>3,329</b> | <b>3,736</b> |         |  |  |  |  |
| 销售费用                  | 784          | 852          | 927          | 1,005        |         |  |  |  |  |
| 管理费用                  | 1,444        | 1,590        | 1,735        | 1,910        |         |  |  |  |  |
| <b>营业利润</b>           | <b>428</b>   | <b>552</b>   | <b>667</b>   | <b>821</b>   |         |  |  |  |  |
| 其他净收入                 | 118          | 130          | 143          | 157          |         |  |  |  |  |
| 长期投资公允价值变动损益          | -10          | 0            | 0            | 0            |         |  |  |  |  |
| <b>税前利润</b>           | <b>522</b>   | <b>682</b>   | <b>810</b>   | <b>978</b>   |         |  |  |  |  |
| 所得税                   | 146          | 171          | 202          | 244          |         |  |  |  |  |
| 净利润                   | 376          | 512          | 607          | 733          |         |  |  |  |  |
| 少数股东损益                | 4            | 26           | 30           | 37           |         |  |  |  |  |
| <b>归属母公司净利润</b>       | <b>372</b>   | <b>486</b>   | <b>577</b>   | <b>697</b>   |         |  |  |  |  |
| <b>Non-GAAP 归母净利润</b> | <b>517</b>   | <b>586</b>   | <b>677</b>   | <b>797</b>   |         |  |  |  |  |
| <b>主要财务比率</b>         |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| 会计年度                  | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |         |  |  |  |  |
| <b>成长性(%)</b>         |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| 营业收入                  | 13.6         | 10.0         | 11.0         | 12.0         |         |  |  |  |  |
| 营业利润                  | 22.2         | 29.0         | 20.8         | 23.1         |         |  |  |  |  |
| Non-GAAP 归母净利润        | 11.4         | 13.4         | 15.5         | 17.7         |         |  |  |  |  |
| <b>盈利能力(%)</b>        |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| 毛利率                   | 55.4         | 55.5         | 55.6         | 55.7         |         |  |  |  |  |
| 经营利润率                 | 8.7          | 10.2         | 11.1         | 12.2         |         |  |  |  |  |
| Non-GAAP 归母净利率        | 10.6         | 10.9         | 11.3         | 11.9         |         |  |  |  |  |
| ROE                   | 10.0         | 12.4         | 13.0         | 13.7         |         |  |  |  |  |
| <b>营运能力(次)</b>        |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| 资产周转率                 | 0.64         | 0.67         | 0.69         | 0.70         |         |  |  |  |  |
| <b>每股指标(美元)</b>       |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| 每股 ADS 收益             | 3.19         | 3.62         | 4.18         | 4.92         |         |  |  |  |  |
| 每股 ADS 净资产            | 22.6         | 25.6         | 29.2         | 33.5         |         |  |  |  |  |
| <b>估值比率(倍)</b>        |              |              |              |              |         |  |  |  |  |
| PE                    | 29.3         | 25.8         | 22.4         | 19.0         |         |  |  |  |  |
| PB                    | 2.6          | 2.3          | 2.0          | 1.8          |         |  |  |  |  |

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                       | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5% 之间                              |
|                                                                                                                                                                                 |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|                                                                                                                                                                                 |      | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                                                                 | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                                 |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市绿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOUI HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu



Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk